

第7章 通貨危機再発防止に挑戦するメキシコの金融政策

著者	北島 啓治
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	535
雑誌名	金融政策レジームと通貨危機：開発途上国の経験と課題
ページ	205-233
発行年	2003
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00012106

第7章

通貨危機再発防止に挑戦するメキシコの金融政策

北 島 啓 治

はじめに

1990年代の新興市場国への大量の資本流入は通貨危機という爪痕を残した。メキシコは1982年の債務危機から10年強、ブレイディ提案の適用を受けてからわずか4年で通貨危機を経験した。通貨危機を引き起こした大量の資本流入がいかに急速にメキシコのファンダメンタルズを悪化させたかは想像できる。メキシコ通貨危機では債務危機を引き起こした1970年代の大量資本流入の教訓が活かされず、危機は繰り返されたのである。

1994年12月の通貨危機後、メキシコは変動相場制に移行した。1954年から通貨危機までのメキシコの為替相場制度は基本的に固定相場、クローリング・ペッグ、または為替バンド制であり、現在まで変動相場制がこれほど長期間継続するのは初めての経験である。変動相場制のもとでインフレは1995年に7.1%から52%に急上昇したが、その後インフレ目標に従ってルールと裁量を巧みに組み合わせた金融政策の運営により通貨危機直前の水準にまでインフレを抑制することに成功している。一方、ブラジルは1999年1月の通貨危機により変動相場制に移行すると同時にインフレーション・ターゲティングを採用し、今のところインフレを抑制している。両国とも変動相場制への移行は同じであるが、メキシコの場合、直ちにインフレーション・ターゲティングを採用せず、物価目標を定め、インフレーション・ターゲティング

に向かって徐々に移行し、現在実質的に移行を完了しているといえる。

本章では、まず第1に、近年の開発途上国における大量資本流入の歴史的経験を通じ、通貨危機などの経済危機を引き起こす大量資本流入の意味を明らかにする。第2に、メキシコの通貨危機に至るプロセスを分析し、大量資本流入が為替レート政策、金融政策、自由化政策を通じていかに経済を破壊したかを分析する。第3に、通貨危機を経験したメキシコが再発防止を念頭に置きながら、金融政策をいかに運営しているかを分析する。第4に、メキシコの金融政策レジームが果たしていわゆるインフレーション・ターゲティングになっているのかを論ずる。最後に、今後の金融政策運営の課題に触れる。

第1節 開発途上国における大量資本流入

1. 開発途上国への大量資本流入の意味

近年の開発途上国への大量資本流入について振り返ってみると、1990年代の新興市場国への資本の大量流入自体は何も新しい現象ではない。大量流入と経済危機は正に「歴史は繰り返す」である。近年では、1970年代に大量資本流入が発生し、1980年代の大量流出を挟んで、早くも1990年代にも繰り返された。クチンスキー [1988] が1970年代の大量資本流入の特徴として「貸そうとする圧力」と「借りたい圧力」があったことを指摘している⁽¹⁾。これは基本的に1990年代の場合も同じである。1970年代はオイルダラーがユーロ市場を通じて開発途上国（とくに中南米）に大量に流入したが、1990年代は肥大化した国際金融市場から中南米とアジアへ大量に資本が流入した。

1970年代と1990年代の違いとして、1970年代が石油ショックという特殊要因による国際金融市場を通じた大量資本の供給圧力であったのに対し、1990年代は世界的な資本自由化により肥大化した国際金融市場が大量資本の供給

圧力を内包し、その供給先は先進国や主要開発途上国の景気などにより急激にシフトするようになったことがある。また、1970年代は途上国全般に資金が流入したが、1990年代は新興市場国に集中したことが、新興市場国に集中した背景には資本自由化や金融自由化などの経済改革が実施され、成長力があり、為替レートが安定し、大量の資金を吸収できるほどの国内の金融市場や証券市場がある程度整備されていたことなどがある。

1990年代における大量流入資本の大半が逃げ足の速い短期資金という意味で問題であったとの指摘は一理ある。しかしながら、1970年代には長期資本が中心であったにもかかわらず、債務危機を引き起こしたことを考えると、短期資金と長期資金の違いよりも、むしろ多額の債務性資金を含む大量資本が開発途上国に流入し、経済危機をもたらしたといえる。

流入資金の行き先については1970年代が主に公共部門であるのに対し、1990年代は主に民間部門である。1970年代には大量の流入資金に起因する債務危機は安易な資本自由化や国内の金融自由化、為替の過大評価をもたらした為替レート政策、国営企業の非効率な経営を生んだ輸入代替工業化政策を含む「政府の失敗」によるものであり⁽²⁾、1990年代も「政府の失敗」に銀行の過大融資などの「民間の失敗」（金融機関と企業の経営失敗など）が重なったといえる。

開発途上国の金融システムが未整備であったことが通貨危機の大きな原因であるとの見解もあるが、金融システムが整備されているといわれる先進国でも米国のエンロンなどの巨額の金融が経済に大きな打撃を与えたことから、金融システムの問題というよりはむしろ経営姿勢の問題である。Fry [1995: 459] は、1980年代後半の米国の金融規制について、「最近のウォール・ストリートのスキャンダルおよび貯蓄貸付組合の危機をみれば、世界で最も高度に規制されていた諸国のひとつにおいてさえ、金融セクターの監督が不十分であったことがわかる。金融取引に関する詳細な規制はすべての諸国において存在するけれども、一般的には先進国の方が開発途上国よりもはるかに整合的にかつ効率的に執行されている。文書上の規制とその実際とは

別物である」と述べているが、それから約10年後に再び米国においてエンロンなどのケースで同じようなことが繰り返された。こうしてみると、開発途上国においては、バブルなどをもたらした不適切な経営を規制と監督により回避するのは実際にはきわめて困難であるといわざるをえない。なお、開発途上国がより安定的な金融システムをめざし、現状に甘んずることなく規制と監督をさらに充実させる必要があることは疑う余地がない。

ともかく、国際金融市場の資本供給圧力がいつ開発途上国の新興市場国に向けられるかわからないことを考慮すると、開発途上国では予防的措置が必要である。国際金融市場の供給圧力（とくに、短期資本）を適切に抑える国際的な方策⁽³⁾、適切な資本規制⁽⁴⁾、貯蓄努力と身の丈の成長を目指した健全な投資により「借りたい圧力」を適切に抑制することなどが必要である。このうち、自己努力として適切な資本規制はとくに重要であり、そのため健全かつ持続可能な経済開発に必要な資本を量・質の両面からの確に把握するという国家の役割が重要である。

2. メキシコへの大量資本流入

メキシコ経済は「資本導入圧力」を内包している。その主要なものは国内の投資をカバーできない国内貯蓄の不足と巨額の対外債務の返済負担が恒常化していることである。国内貯蓄不足はとくに個人貯蓄率の低さによるところが大きい。個人貯蓄率の低さの原因としては、経済危機時の預金凍結への不安のほか、高インフレ、為替の大幅切り下げ、政変が幾度となく繰り返され、政府や政策に対する国民の不信が根強いこと、貯蓄せずに消費を優先させるか、外国に預金している人が多いことがあげられる。これは個人貯蓄の低さを克服するのが難しい課題であることを意味している。メキシコ政府は通貨危機の再発防止の観点から、外国資本に対する依存を減少させるため、国内貯蓄の向上を重視している。問題はこれをいかに実現するかである。例えば、メキシコ政府は1997年に年金の民営化を実現したときに、それが国内

貯蓄の向上に寄与することを期待していたが、国内貯蓄の向上に繋がるのかについては懐疑的な意見も出されるなど必ずしも評価されていない。ともかく、国内貯蓄不足の状況では、過去の誤りを繰り返さないためにも投資は過度にならず、内容的にも適切である必要がある。

また、メキシコは巨額の対外債務返済のためにも民間資本流入に依存せざるをえない状況にある。1990年のブレイディ提案適用後も、メキシコは元本の返済資金については新規ローンなどによりほぼ確保しているものの、金利返済は貿易赤字のため民間資本流入に依存せざるをえない状況である。金利返済額は増加傾向にあり、ブレイディ提案によりいったんは増加が抑制されたが、通貨危機にともなう国際緊急パッケージ（520億ドル）などにより再び増加に転じ、2000年には1990年と比べ約2倍増の137億ドルにのぼっている。

このような資本導入圧力があるなかで、1982年の債務危機以降海外への大量資本流出により深刻な資本不足に陥ったメキシコは、1980年代後半から経済改革を着実に進め、外国資本導入のための環境を整備していった。メキシコの外国資本依存体質に加え、1990年には先進国の不況とそれにとまなう金利低下（とくに米国の金利低下）、メキシコにおける経済改革の進展、好況による高い株価収益率、低インフレなど、外国資本流入の誘因が重なり、メキシコは1990年から1993年までに中南米に流入した資本の約半分を受け入れた。

1990年から1994年までにメキシコに流入した証券投資、その他投資（大部分銀行融資）、直接投資の状況をみると、表1にみるように1990年にそれぞれ急増しており、その急増ぶりはこれらの流入総額が1989年の40億ドルから1990年の171億ドルに約4倍増大したことに表れている。これらのうち、その他投資は1990年に流入総額の65%を占めたが、1992年以降急減した。他方、証券投資は1991年から1993年まで急増し、最大のシェア（1991年49%、1992年84%、1993年77%）を占め、その内訳は、株式投資と債券投資が1991年にそれぞれ約64億ドルであったが、1993年には債券投資が182億ドルで、株式投資の107億ドルを大きく上回った⁽⁵⁾。

1994年には証券投資が急減したため、流入総額は1993年の374億ドルから

表1 メキシコの国際収支

(単位: 100万ドル)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
貿易収支	405	- 881	- 7,279	- 15,934	- 13,481	- 18,464	7,089	6,533	623	- 7,915	- 5,583	- 8,001
輸出	35,171	40,711	42,687	46,196	51,885	60,882	79,542	96,002	110,431	117,459	136,392	166,456
輸入	- 34,766	- 41,592	- 49,966	- 62,130	- 65,366	- 79,346	- 72,453	- 89,469	- 109,808	- 125,374	- 141,975	- 174,457
債務金利支払い	- 9,310	- 7,304	- 8,186	- 7,538	- 8,101	- 9,216	- 11,209	- 11,960	- 11,162	- 11,423	- 12,247	- 13,722
経常収支	- 5,825	- 7,451	- 14,888	- 24,442	- 23,400	- 29,662	- 1,576	- 2,529	- 7,696	- 16,097	- 14,017	- 17,746
資本収支	1,110	8,441	25,139	27,039	33,760	15,787	- 10,487	4,248	25,745	12,194	14,445	25,547
民間資本	3,998	17,140	26,137	21,487	37,362	21,458	- 3,131	10,590	16,528	11,761	18,451	18,449
株式投資	494	1,995	6,331	4,783	10,716	4,084	519	2,801	3,215	- 665	3,769	447
債券投資	- 140	1,374	6,410	13,258	18,203	4,099	- 10,234	736	2,787	459	2,516	3,822
その他投資	859	11,222	8,654	- 947	4,054	2,302	- 2,942	- 2,133	195	70	- 312	- 12
直接投資	2,785	2,549	4,742	4,393	4,389	10,973	9,526	9,186	12,831	11,897	12,478	14,192
債務元本支払い	- 6,253	- 4,012	- 5,359	- 13,275	- 16,117	- 12,706	- 15,679	- 29,071	- 32,318	- 16,568	- 27,513	- 44,537
総合収支	- 211	2,218	7,973	1,745	7,232	- 17,199	- 16,312	1,948	20,460	- 3,501	1,163	11,456
外貨準備 (金除く)	6,329	9,863	17,726	18,942	25,110	6,278	16,847	19,433	28,797	31,799	31,782	35,509

(出所) 債務元本と金利については World Bank, *Global Development Finance*, 2002. その他は IMF, *International Statistics Yearbook*, 2002

215億ドルに減少し、他方直接投資が前年比2.5倍も急増したために、直接投資51%、証券投資38%（株式19%、債券19%）、その他投資11%の順となった（表1）。

このような民間資本の流入変化の特徴としては、(1)1980年代に資本流入が低調であったとはいえ、1990年からの急激な資本流入は異常である。(2)資本流入においてはまず大規模な銀行融資が先導し、その後証券投資がこれに続く形となった。(3)1982年の債務危機では銀行融資が主要な原因であったのは異なり、1994年の通貨危機においては銀行融資とともに証券投資が重要な原因であったが、証券投資の方が比重が大きい。(4)資本流出についてはまずメキシコの景気に敏感に反応する株式投資が景気後退を機に急激に流出し、その後債券投資が返済不安の高まりのなかで急減した。(5)NAFTA 締結・発効に対する期待が通貨危機前の資本流入を促進する効果をもつとともに、NAFTA の発効は1994年の直接投資の急増を通じ、通貨危機の影響をある程度和らげる効果があったと考えられる。

第2節 メキシコの通貨危機のメカニズム

1. 大量資本流入を可能とするメカニズム

1982年の債務危機後は1970年代の大量の資本流入を再度回避するためにもメキシコは為替管理を導入したが、それも長続きせず1980年代末には為替管理は撤廃された。1989年12月の株式市場法は国内株式市場への外国投資家のアクセスを自由化し、1990年にはメキシコは国際債券市場に復帰するとともに、外国投資家に国内の債券市場を開放した。さらに、外国直接投資の促進のため規制緩和も行われた。国内の金融自由化措置として、1988年の銀行の準備預金や公営企業への強制貸付制度の廃止により民間企業への貸付が拡大され、1989年には金利自由化も行われた。

資本自由化と金融自由化により国内の株式市場や債券市場への自由なアクセスが可能となり、また国内の金融機関を通じて大量の資本を流すことも可能となった。さらに、1990年には銀行の完全民営化がなされ、資金の受け皿が拡大された。まさに資本自由化と金融自由化はメキシコへの大量資本流入を可能とする制度の両輪としての役割を果たすようになった。

このような資本自由化と金融自由化のもとでメキシコへの大量資本流入を仲介した国内銀行は過大融資を行った。過大融資の内訳をみると、投資に対する利潤が収縮していたため投資金融よりも消費者信用の増加率の方が大きかった。消費者信用は1989年に総信用の9.6%から1994年11月には26.7%に急増している。過大融資の結果、不良債権は1990年のほぼゼロから1994年には総銀行融資の9%に増大し、ドル建て銀行債務も増大したため、銀行のバランスシートは悪化した（Ros [2001: 126]）。

過大融資の原因は国内銀行に過度のリスクを取らせた不十分なりスク評価・管理メカニズムおよび当局の貧弱な監督・規制といった金融システムの欠陥であるとする見解（例えば OECD [2002: 88]）がある。しかしながら、大量資本流入を仲介した銀行にはその運用圧力がかかり、各銀行がリスクを取ってでも競って運用し利益をあげたいと考え、結果的に過度のリスクを取ってしまった。これはリスク評価・管理メカニズムの問題もあろうが、むしろ経営姿勢の問題であり、「民間の失敗」といえる。こう考えると、メキシコが急激に変化するマクロ経済環境において良好なりスク評価・管理メカニズムを整備するには長期の学習期間が必要であるとの見解（Lamfalussy [2000: 23]）があるが、長期間かかってより良いメカニズムを設けたとしても問題が根本的に解決されるわけでもなかろう。というのはより良いリスク評価・管理メカニズムを設けることは重要であるが、リスクをどこまで取るかは最終的には経営判断の問題であるからである。また、貧弱な監督や規制については、資本自由化のもとで経常収支赤字を埋める必要がある場合には、ともかく資本導入が優先されがちであるため、銀行を通じた過大な融資を抑制するような監督や規制はこれと矛盾することになり、実際には十分に機能しに

くいであろう。

このように、銀行融資問題を重大視する傾向があるが、メキシコの通貨危機の場合証券投資が銀行融資よりも多いため、銀行融資問題が重要とはいえそれにあまり集中する議論は適切とは思えない。というのは大量の株式投資はバブルの原因となる可能性があり、大量の債券投資は返済能力問題を引き起こす可能性があるからである。

大量資本流入は後述するような政治的要因、対外的要因、ファンダメンタルズの弱体化などにより大量資本流出を引き起こすリスクがある。このリスクが現実になると、多くの国内企業や金融機関の資金繰りが困難となり、多額の不良債権、倒産、大量失業、などの甚大な被害をもたらす。また、大量資本流入は過大融資や信用配分ミスを通じバブルなどの不健全な発展をもたらす可能性がある。メキシコにおいてまさにこのようリスクが現実となったのである。

2. 貿易自由化政策と為替相場制度

メキシコは1986年にガットに加盟し、それまでの統制的な貿易政策から貿易自由化政策へ徐々に転換しはじめ、1988年にはサリーナス政権が貿易自由化プロセスを加速した。その結果、1990年代初めまでには関税率の大幅引き下げ、関税構造の簡素化、輸入許可のほぼ全廃（輸入許可を必要とした輸入のシェアは1983年の約100%から1992年には2%へ削減された）が実施された。

このように、サリーナス政権は一方的貿易自由化を積極的に進めながら、1989年の米国とカナダ間の米加自由貿易協定の後、互恵的な自由貿易協定の締結に向け積極的に乗り出し、貿易自由化はいつそう加速されることになる。メキシコの要求に基づき米国、カナダ、メキシコの3カ国からなる北米自由貿易協定（NAFTA）の交渉は秘密裡に開始され、1990年には公表され（Castaneda [1995: 184]）、1992年にNAFTAが締結されると、米墨間の鉄道や道路などのインフラなどの整備が進められ、1994年1月のNAFTA発効以降

は、とくに米墨間の貿易と投資が急速に拡大した。

他方、このような急速な貿易自由化による輸入の急増とともにドルとリンクした為替相場制度が貿易赤字を拡大することになる。為替相場制度については1987年12月から1988年2月までクローリング・ベッグを採用、1988年2月から1989年1月まで1ドル=2.257ペソに為替レートを固定、1989年1月から1991年11月までクローリング・ベッグを採用、そして1991年11月には為替バンド制を採用した（1982年から実施されていた二重為替相場制は廃止された）。為替バンドの上限は当初1日当たり20センターボずつ引き下げられ、1992年10月以降は必要な場合に為替レートをより柔軟に変動するよう上限の下げ幅が20センターボから40センターボに拡大された。このようなドルにベッグした為替相場制度が大量資本流入の重要な誘因であった。また、この大量資本流入や競争力格差はペソの実質価値を1988年から1993年までに約40%増価させ、輸入増、輸出抑制に寄与した。

貿易自由化と為替の過大評価により、1988年から輸入は急増を始め、1990年には貿易赤字に転落し、それ以降貿易赤字幅は拡大傾向にあった。1988年から1994年の間、輸出が約2倍増に対し輸入が2.8倍増となったため、貿易赤字は1990年の9億ドルから185億ドルへ拡大した。これに対外債務の金利返済などが加わり、経常収支の赤字は1990年の75億ドルから297億ドルに増大した。将来的に経常収支の赤字は持続不可能となっていたのである。

3. 金融政策と為替ターゲットイング

メキシコの金融政策は1982年の債務危機後、IMFの経済安定化政策のもとで財政赤字削減を中心とするオースドックスなインフレ抑制策が実施されたが、メキシコのインフレの特徴である慣性インフレに対処できず、インフレは1987年には160%まで上昇した。

このため、メキシコ政府は財政支出の削減による財政緊縮政策や信用削減を通じた金融引き締め政策を採用するとともに、慣性インフレ対策として

生産者物価の引き上げ要求を行っていた企業や農民、および現実以上の賃金引き上げ要求を行っていた労働者との間でデ・ラ・マドリー政権末期の1987年に経済連帯協定 (Pacto de Solidaridad Económica: PSE)、サリーナス政権のもとで1998年に経済の安定と成長のための協定 (Pacto Para La Estabilidad y el Crecimiento Económico: PECE) の二つの社会協約を締結し、賃金、生産物価格、為替レートを統制し、為替レートを物価の名目アンカーとした。為替アンカーと所得政策の組み合わせの効果は即効性を発揮し、インフレは1988年に52%に急低下した。

1990年から1993年には資本流入が活発化し、中央銀行の純国内信用やマネーサプライが1989年に比べ伸びた。純国内信用はそれぞれ約40%増加し、M1とM2も大幅に増加した。とくにM1は1991年に125%増であった。しかしながら1988年以降は1987年の高水準からすると金融引き締め政策のもとで基本的に抑制気味に推移したことは確かである。

Lustig [1998: 54] は社会協約の成功のための初期条件として、財政赤字の削減、強い対外勘定、賃金と物価の統制前に相対価格を再調整できたことの三つの条件をあげている。このうちとくに財政改革が重要であった。歳出の削減、国営企業の民営化、コストに見合った公共部門の財価格の引き上げ、ならびに税制の簡素化、税率の引き上げ（法人税と個人所得税の引き上げ）といった税制改革が実施された。この結果、1987年から1994年までに総歳出はGDP比43.7%から26.3%に低下し、財政赤字はGDP比16%から0.5%へ削減された（表3）。この過程において「歳入に見合った歳出」という財政方針が徹底されるようになった。これにともない、公共事業予算は貧困対策などの社会政策の分野に重点が置かれ、インフラ建設予算は民営化を通じ大幅に縮減されている。財政予算を民営化収入にかなり依存し、歳出削減と税収増に十分な成果をあげられなかったアルゼンチンと比べると、財政面でのメキシコのパフォーマンスは良かったといえる。

他方で、インフレ対策としての為替ターゲットイングがペソの過大評価を通じて貿易赤字を拡大したというコストを伴ったが、1989年以降実施された不

表2 メキシコの経済指標

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
GDP 成長率 (%)	2.6	-3.8	1.5	1.4	3.1	5.1	4.2	3.6
インフレ率 (%)	63.7	105.7	159.2	51.7	19.7	29.9	18.9	11.9
為替レート (対ドル・レート)	0.3	0.6	1.4	2.3	2.5	2.81	3.02	3.1
国内総投資 (対 GDP 比率)	18.3	15.0	13.5	17.2	17.5	24.1	25.6	28.1
国内貯蓄 (対 GDP 比率)	26.2	25.4	27.8	26.9	25.0	21.5	20.6	20.6
対外債務 (対 GDP 比率)	40.6	37.2	32.0
対外債務金利 (対輸出比率)	36.1	37.9	29.3	29.6	28.6	13.6	12.4	13.6
中銀の純国内信用 (増減率)	78.7	114.8	127.4	44.7	30.8	41.7	36.6	21.4
M1 (増減率)	53.8	72.1	129.7	58.1	40.1	64.7	124.8	14.7
M2 (増減率)	46.7	100.2	159.4	65.5	49.3	46.2	47.2	20.4

(出所) Economic Commission for Latin America and the Caribbean of United Nations (ECLAC),

表3 メキシコの財政

(%)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
プライマリーバランス	-2.5	4	4.8	3.9	2.5	5.7	8.4	8.3	7.2	4.8	5.2	3.3	2.1
財政収支	-16.9	-8.6	-8.5	-9.6	-15.9	-16	-12.5	-5.6	1.5	3	2.3	0.8	-0.5

(出所) Banco de Mexico, *The Mexican Economy*, 1996, 1999

胎化政策もコストを発生させた。すなわち、公開市場操作を通じた不胎化は十分通貨供給を抑制できず、不完全に終わっただけでなく、実質金利の上昇を通じ、国内債務負担を増大させ、高い実質金利での国内借入を嫌った企業によるドル建て借入も増大させたのである。

4. 外貨準備取り崩しと短期ドル債務

1994年には、与党の制度革命党 (PRI) の有力な大統領候補コロシオ (Colocio) と幹部の暗殺や NAFTA に抗議するチアパス農民の武装蜂起といった政治不安、米国の金利上昇と外貨準備減少に対処するための不胎化による国内金利低下、1993年からのメキシコの急速な景気後退の影響などにより

1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
2.0	4.4	-6.2	5.1	6.8	4.9	3.7	6.6
8.0	7.1	52.1	27.7	15.7	18.6	12.3	9.0
3.12	3.36	6.42	7.6	7.92	9.14	9.56	9.45
27.2	28.8	19.8	23.7	27.9	28.9	29.0	30.3
20.3	20.5	19.4	23.0	26.0	25.0	25.7	26.4
32.4	33.2	57.9	47.3	37.2	38.1	34.7	25.9
15.4	13.9	11.8	10.0	7.8	7.0	6.9	5.5
11.5	29.2	24.8	4.5	32.1	10.5	0.9	...
17.9	1.1	2.4	39.6	29.4	16.2	28.5	13.5
11.8	22.7	38.7	30.1	19.1	21.6	16.8	-3.0

Economic Survey of Latin America and the Caribbean, 1990~2002.

純資本流入は急減したため、急増する経常収支赤字を純資本流入でカバーできず、外貨準備の取り崩しを余儀なくされた。1993年末に約250億ドルに急拡大していた外貨準備は1994年末には大量資本流入前の1989年とほぼ同水準の63億ドルまで激減した。

こうした状況で、資本流入の停止と外貨準備の急減に対処するために採られた措置で、かえって資本流出を促進したものとして、第1に、メキシコ政府による国内政府債務ストックのドル化と短期化がある。ペソ建て国債（CETES）は満期時にペソ建て（ドル・リンク）の短期国債（Tesobonos）に転換され、またより長期のインフレ調整付きペソ建て国債（Ajustabonos）も Tesobonos に転換された。これに加え、前述の政治不安で外国のファンド・マネージャーが切り下げを懸念したことから、実質上ドル建ての Tesobonos は急増し、しかもその大部分は外国人によって保有されるようになった。減少する外貨準備に対する Tesobonos 短期債務の比率が上昇し、63億ドルの外貨準備に対し1995年第1四半期には99億ドルが満期到来する見込みであった。このような状況において返済能力に対する不安が高まり、債券投資は急減した。1994年12月27日の Tesobonos 借り換えの入札は投資家がメキシコ当局に受け入れられる金利ではもはや喜んで保有したいと思わなくなったため、キャンセルされた。これは投資家が資金を国外に持ち出したいとの表れであった（Ros [2001: 133]）。

第2に、為替バンド上限の引き上げである。1994年12月20日にはバンドの上限が15%引き上げられ、新バンドの上限が公表されると、直ちにドル価値

は新バンドの上限である 4 ペソに貼り付いた結果、50億ドルが2日間で国外流出した。その後、ペソは暴落した。

第3節 通貨危機後の金融政策

1. 通貨危機の影響と対策

1994年に発生したメキシコの通貨危機は1990年代に開発途上国において起きた一連の通貨危機のうちで最初のものであり、またテキーラ効果として主にアルゼンチンに飛び火するなど、内外に大きな影響を与えた。結果として、国内的には、1990年代に流入した短期資本の流出による国内資金の不足、大幅な経常収支の赤字、対外債務の返済不能、不良債権を抱えた銀行の危機を中心とする金融システムの崩壊、失業、賃金の低下、社会的暴力、など問題が山積した。

これらの問題を解決するために、経済再建計画が実施された。第1に、ドル・リンクによるペソの過大評価が貿易赤字を拡大したことから、為替の大幅な切り下げを実施するとともに、変動相場制を採用した。第2に、財政・金融の引き締めによりプライマリー・バランスの対GDP比率を1994年の2.1%の黒字から1995年に4.7%の黒字にし、オーバーナイト金利を1994年12月の16%から1995年3月に86%に引き上げた。第3に、IMFや米国を中心とする国際緊急支援パッケージ520億ドルを獲得した、などこれらの対策により、1995年には資本の逆流、財政・金融の引き締めなどにより大幅なマイナス成長、インフレの高進となった反面、輸出増により貿易黒字転換という対外勘定の改善がみられた。早くも1996年には為替の安定、国際金融市場への復帰、景気の急回復、インフレ低下など、経済の立ち直りは速かった。しかしながら、銀行の不良債権処理問題や失業問題は引き続き通貨危機の後遺症として残った。

2. 通貨危機後の経済の推移

通貨危機後の金融政策においては危機前のインフレ対策としての所得政策と為替ターゲットイングの組み合わせが廃止されたことにともない、為替相場制度は為替バンド制から変動相場制に移行した。また、通貨危機の原因ともなった性急な資本自由化・貿易自由化・金融自由化、低い国内貯蓄率、巨額の対外債務は依然引き継がれている。通貨危機以降の経済の推移をみると、プラス面としては、第1に、比較的高い経済成長率を達成している、第2に、証券投資が基本的に回復しつつあるが、アジア通貨危機後の1998年に急減するなど不安定な動きを示す一方で、直接投資が1995年以降堅調な伸びを示し、民間資本流入の大半（7割以上）を占めるようになったため、外国資本が安定的に確保されるようになり、外貨準備も1995年の63億ドルから2000年には355億ドルにまで積み上がっている。

マイナス面としては、第1に、貿易収支は1995年の90%の大幅な為替切り下げ効果もあり、1995年から1997年までは黒字を計上したが、1998年以降は為替の過大評価の影響もあり貿易赤字に転じた。これにともない、1996年以降再び拡大しはじめた経常収支赤字は拡大の幅を広げた。第2に対外債務返済は対外債務の対GDP比率、対外債務金利の対輸出比率でみると顕著な減少傾向にあるとはいえ、表4にみるように絶対額としては依然大きく外貨繰りを圧迫していることには変わらない。

3. 通貨危機後の金融政策運営

通貨危機後の経済変化における金融政策運営の特徴は、(1)1994年までは為替ターゲットイングのもとで金融政策は為替政策に従属していたが、1995年以降の変動相場制下では金融政策が重要性を増した。1995年から1997年まではインフレ目標を掲げ、マネタリー・アグリゲート（マネタリー・ベース）を

表4 メキシコの対外債務

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
対外債務残高	969	1,009	1,095	992	938	1,044	1,141	1,123	1,317	1,402
長期債務	884	909	985	865	801	818	854	818	907	970
公的債務	727	758	844	806	761	760	778	712	752	795
民間債務	157	151	141	59	40	58	76	107	155	175
IMF クレジット	30	41	52	48	51	66	68	60	48	39
短期債務	55	59	58	79	87	161	219	245	363	393
対外債務返済額	153	129	121	155	156	113	135	297	241	219
元本返済	51	46	38	67	63	40	54	132	161	127
金利返済	102	84	83	87	93	73	82	75	81	92

(出所) World Bank, *Global Development Finance*, 1990～2002.

中間目標とし、1998年以降はマネタリー・アグリゲートを含むインフレ圧力（賃金、為替レート、公共部門の価格、GDPギャップなど）のすべての源泉を分析し、インフレ目標を設定した。(2)為替レートと金利の自由化のもとで、金融引き締め手段としての「ショート」（スペイン語で Corto という）がアドホックの裁量的手段として重用されている、(3)1998年以降いわゆるインフレーション・ターゲティングへの移行プロセスを開始し、現在実質的に移行している、(4)メキシコの金融政策ではルールと裁量の組み合わせがうまく機能し、現在までのところインフレ抑制に成功している。

このような特徴をもつメキシコの金融政策運営について以下概観することにする。

(1) インフレ目標の設定

通貨危機直後、高インフレにより中央銀行の信用が損なわれたため、中央銀行は金融引き締め能力の向上、透明性の向上などを通じ、年間インフレ目標を確実に履行することによって信頼を回復しようとした。年間インフレ目標は中央銀行と政府間の財政・金融政策の調整に基づいて設定されている。中央銀行がインフレ目標にコミットし、年間インフレ目標は経済アクターの

(単位：億ドル)

1995	1996	1997	1998	1999	2000
1,669	1,575	1,487	1,614	1,676	1,503
1,137	1,144	1,118	1,267	1,391	1,314
952	940	844	885	892	816
186	203	274	382	499	498
158	133	91	84	45	0
373	298	279	263	241	189
269	410	435	280	398	583
157	291	323	166	275	445
112	120	112	114	122	137

インフレ期待を導く役割を果たしている。表5にみるように1995年のインフレ目標値は大幅な為替切り下げもあり、42%と高めに設定され、翌年はほぼ半減し、それ以降は徐々に低下するという目標であった。

これに対し、現実のインフレ率は1995年にインフレ目標値を10%上回ったが、その目標値からの乖離は徐々に狭まり、1999年以降はインフレ目標値よりも下回っている(表5)。今後の

焦点は、2000年に8.9%と初めて1桁台に低下したインフレが、さらに2003年のインフレ目標値3%(主要貿易相手国並み)が実現できるかどうかである。OECDは経験的にはとくに労働市場での期待の調整が遅いので、その実現は困難であると観測している(OECD [2000: 49])。

(2) ルール・ベースの金融政策手段：マネタリー・ベース

マネタリー・ベース数量目標の導入の背景としては、変動相場制への移行

表5 マネタリー・ベースとインフレ

(%)

	インフレ目標	インフレ実績	マネタリー・ベース 増加目標	マネタリー・ベース 増加実績	年初期待 インフレ
1995	42.0	52.0	29.1	17.3	29.9
1996	20.5	27.7	28.6	25.7	28.6
1997	15.0	15.7	24.5	29.6	18.2
1998	12.0	18.5	22.5	20.8	13.2
1999	13.0	12.3	18.1	43.5	16.5
2000	10.0	8.9	9.1	10.7	10.6

(出所) Martinez et al. [2001]。

による為替アンカーの廃止、透明性の欠如に対する批判、さらに不十分な情報公開に対応して目に見える厳格な名目アンカーが必要であったことである。

変動相場制では外国為替市場への介入により流動性を供給したり吸収したりする必要がないので、マネタリー・ベースをコントロールすることができると判断された。このような判断のもとでマネタリー・ベースの需要に供給を合せるようマネタリー・ベースを供給することを原則としている。ところが、この原則ではマネタリー・ベースの需要に対し受動的に対応することになり、予想以上のインフレを引き起こすような貨幣需要が満たされる可能性があるので、そのような可能性を探知し、軽減するために二つの量的金融指標が設けられている。ひとつは日々のマネタリー・ベースの予測からなる年間予測、もうひとつは中央銀行の純国内信用拡大に対する四半期別限度である。純国内信用はマネタリー・ベースから外貨準備を控除した額と定義されている。

マネタリー・ベースの日々の動きに関する予測は1997年から毎日公表されており、年間インフレ目標と整合性をもっている。中央銀行はマネタリー・ベースの超過需要を創らないように中央銀行当座勘定ゼロ（前述のとおり預金準備の義務は金融自由化により撤廃されている）を目標としている。もしマネタリー・ベースの日々の予測がはずれ、流動性が不均衡となれば、中央銀行による金融市場での操作を通じ直ちに是正される。また、中央銀行はマネタリー・ベースの需要が日々のマネタリー・ベースの需要を満たすように純国内信用をコントロールしているが、仮にそれを間違えると、マネタリー・ベースの過剰を最も容易に創りだしてしまう。これに対処し、インフレ圧力が生じないようにするために純国内信用拡大に対して四半期別限度が設けられている。

マネタリー・ベースの有効性については、マネタリー・ベースの増加とインフレの関係が長期的には安定するものの、1年という短期では不安定であり、中間目標として使用するのとは望ましくないとされるようになった。その結果、1998年に至ってマネタリー・ベースの動きの重要性は低下し、短中期

のインフレ目標が重要性を増し、金融政策の裁量的行動が基本的に短中期のインフレ目標の達成をめざすようになった (Martinez et al. [2001: 7])。

この点についてはメキシコのインフレの決定要因について Carstens y Werner [1999] が行った研究によっても裏付けられている。同研究によれば、1986年から1998年までのマネタリー・ベースの増加率とインフレの推移をみると、マネタリー・ベースはインフレ圧力の根本的な原因ではなく、中長期的には物価やマネタリー・ベースは主に賃金、為替レート、公的価格により変化している。したがって、賃金、為替レート、公的価格に起因するインフレ・ショックに対処するためには裁量的政策手段の方がマネタリー・ベースよりも効果的であり、メキシコの金融プログラムの主なコンポーネントであるべきだと結論づけている。

(3) 裁量的金融政策手段：「ショート」

「ショート」は主要な金融政策手段と位置づけられている。メキシコの金融政策の裁量的手段としての「ショート」は不測の事態に備え金融引き締めを行うために適用される予防的手段である (金融緩和のための「ロング」についてはここでは説明を省略する)。「ショート」を適用する不測の事態とはインフレの目標の達成ができないほどのインフレ圧力が将来発生する場合、為替・金融市場が大きく変動し秩序回復が必要な場合、インフレ・ショックがある場合である。

ショートは累積残高制度 (Regimen de Saldos Acumulados) に基づいて実施されている。累積残高制度は金融政策の運営のため、変動相場制と量的目標の採用とあわせ、市場参加者への金融政策の意図についてシグナルを送ることを目的に、1995年に採用された。ただし、それをもって金利および為替レートの水準を決めるものではない。同制度においては、銀行が中央銀行に保持する当座預金勘定の日々の残高を累積した残高 (SA) がマイナスである場合が「ショート」(Corto)、プラスの場合が「ロング」(Largo) と称されている。

表6 累積残高制度：中央銀行の累積残高の計算例

日	当日の終りの勘定残高	日々の残高の累積残高	日	当日の終りの勘定残高	日々の残高の累積残高
1	10	10	15	0	40
2	10	20	16	0	40
3	10	30	17	0	40
4	10	40	18	0	40
5	-100	-60	19	0	40
6	100	40	20	0	40
7	-100	-60	21	0	40
8	-100	-160	22	-10	30
9	100	-60	23	-10	20
10	100	40	24	-10	10
11	100	140	25	-10	0
12	0	140	26	0	0
13	-140	0	27	-100	-100
14	40	40	28	100	0

(出所) Banco de Mexico.

この制度の仕組みは次のとおりである（具体例として表6、表7を参照）。28日間の計算期間が設けられ、SAは計算期間中毎日（非営業日を含む）の終わりに中央銀行にある各銀行の当座勘定のプラスとマイナスの残高の合計と定義されている。計算期間中は、中央銀行はプラスのSAには金利をつけず、ある限度内にあればマイナスのSA（当座借し越し）にペナルティをつけない。計算期間終了時にはプラスのSAには利子はつかず、マイナスのSAに対しては貨幣市場で代表的な金利である CETES 金利の2倍のペナルティが科せられる。

金融政策の意図についてシグナルを送るために、中央銀行は翌日の営業開始時に持ち越すSAの目標金額を公表する。「ショート」の目的は、中央銀行が市場金利で十分な資金を銀行に供給せず、一つ以上の銀行が当座借し越しによって必要資金の一部を調達する義務を課することである。このため、銀行は当座借し越しに適用される高い金利を支払うことを避けて、貨幣市場

表7 累積残高制度：2銀行の日々の残高合計の計算例

日	A 銀行 日々の残高の 累積残高	B 銀行 日々の残高の 累積残高	A 銀行と B 銀行 の累積残高合計 (日々の総残高の残高 合計の累積残高)
1	10	-10	0
2	20	-20	0
3	30	-30	0
4	40	-30	0
5	-60	0	-60

(注) マイナスの累積残高を目標とする場合、紙幣と通貨の需要を満たすために供与される信用の一部が1以上の当座勘定への当座貸し越しを通じて供与される。

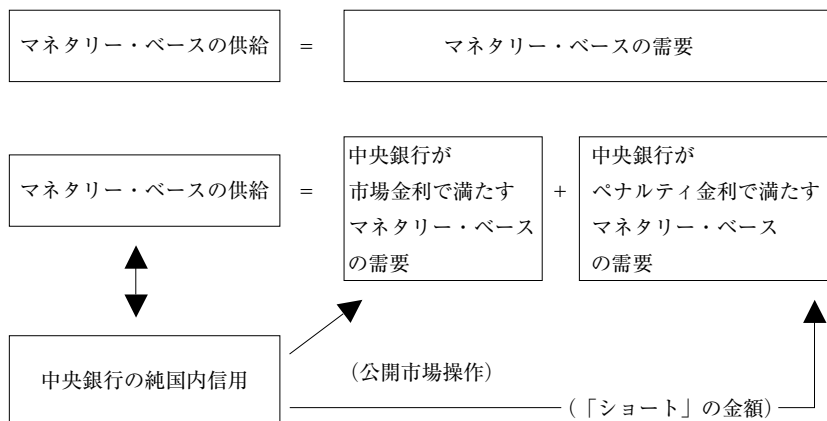
(出所) Banco de Mexico.

でそのような資金を調達しようとするので、金利に上昇圧力がかかる。これは中央銀行が金融引き締め政策を採ったとのシグナルを市場に送ったことを意味する。このように、「ショート」は流動性の即時収縮を意味せず、市場金利を上回る金利でマネタリー・ベース需要の変化の一部を満たすことを意味する。

アジア通貨危機、ロシア経済危機以降の資本流入の減少やペソの切り下げに対しショートは強化されたが、金利の急速かつ大きな変更に誘導するには不十分であったため、1998年に中央銀行が強制預金 (Dposito obligatorio) を導入したように、場合によって「ショート」を補強することも必要とされている⁽⁶⁾。強制預金は銀行が中央銀行に行う利子付きの預金であって、強制預金の条件として期間や利子が決定され、金額は各銀行の国内通貨建て負債に従って決定される。既存の中銀当座預金をキャンセルし、改めて強制預金が行われる洗い替え方式が採られている。

外国資本に大きく依存するメキシコにとっては資本流入が重要課題であり、そのためある程度高い実質金利の維持と為替レートの過度の変動の回避が必要とされている。これは通貨危機以降金利と為替レートの自由化においても基本的には変わっていない。問題は金利と為替レートの自由化においてこ

図1 マネタリー・ベースと「ショート」の関係



(出所) Banco de Mexico.

れをどのように達成するかである。その方法のひとつとして「ショート」が重用されている。すなわち、為替減価によるインフレ圧力を抑制するために「ショート」を適用し、金利の引き上げを通じて為替減価を抑制することができる。ただし、ドル・ペッグの為替相場制度が経常収支赤字をもたらしたという問題を回避するために変動相場制の採用はやむをえなかったと考えられるが、過去に他のラテンアメリカ諸国において変動相場制下で為替の過大評価が生じたように、「ショート」などにより為替の過大評価（実質為替が増価）が実際に生じつつある点に留意する必要がある。

Martinez et al. [2001] によれば、「ショート」は外部攪乱を為替相場と金利に分散させるのに非常に有効であり、この効果は変動が激しく、しかも為替レートの変動が物価に波及しやすいメキシコのような経済ではきわめて重要である⁽⁷⁾。このように、「ショート」が代表する金融政策は経済政策のなかできわめて重要な役割を担っており、中央銀行の独立性の維持がますます重要となっている。

(4) 変動相場制における為替介入と外貨準備蓄積

変動相場制における為替介入については、中央銀行は外国為替市場に裁量的な介入を例外的な状況においてのみ行うことができる。アジア、ロシアの通貨危機後に強い為替切り下げ圧力が生じたときに為替介入が実施された。また、対外資産の増加がアベイラブルであれば、メキシコの対外ファイナンスのポジションをさらに強化することに寄与することから、メキシコの金融プログラムの一部として最低限の外貨準備を蓄積することがコミットされており、その一環として外貨準備をできるかぎり積み上げるために、中央銀行は1996年8月1日付け通達「ドルのプットオプションに係わる入札」(Subastas de Opciones de Ventas de Dolares)に基づき、オプション契約を毎月入札する旨銀行に通告した。ただし、為替レートに圧力をかけず、誤解されるようなシグナルを与えないように留意することになっている。換言すれば、変動相場制をできるかぎり損なわない範囲内で行うということである。

この点は以下のメカニズムによって担保されるようになっている。オプション契約によって事前に決定されたドル額を中央銀行に売却する権利を獲得することができる。中央銀行は契約有効期間中の銀行の営業日にオプションの所有者からドルを購入する義務がある。この場合、権利を行使する為替レートは固定ではなく、行使したい日以前の20営業日間の為替レートの移動平均を上回らない場合にかぎりオプションを行使できるようにすることによって、中央銀行が為替市場で行う外貨購入のインパクトは削減されるようになっている。

第4節 インフレーション・ターゲティングとの関係

メキシコの金融政策レジームは果たしてインフレーション・ターゲティングであろうか。これについては議論が分かれている。議論の源泉はメキシコ

がインフレ目標を設定していることである。

Corbo and Shmidt-Habbel [2000] の分類によれば、1986年から1999年までにインフレーション・ターゲティングを採用した18カ国のうち15カ国が完全インフレーション・ターゲティングの採用国、3カ国が部分的インフレーション・ターゲティング採用国（定義はされていない）となっている。中南米ではインフレーション・ターゲティング採用国はブラジルとチリの2カ国、部分インフレーション・ターゲティングの採用国はメキシコ、コロンビア、ペルーの3カ国である。一方、IMF [2001] の分類では部分的インフレーション・ターゲティングというカテゴリーがなく、メキシコとペルーはマネタリー・アグリゲート・ターゲティング採用国、コロンビアはインフレーション・ターゲティング採用国とされている。

そもそもインフレーション・ターゲティングとは何か。インフレーション・ターゲティングは一般的には、(1)インフレの数値目標の設定、(2)数値目標達成を目的とした金融政策の運営、(3)政策の透明性、(4)「物価の安定」に向けた政策運営に対する国民の信任の向上、という金融政策の枠組みとされている（日本銀行 [2000: 2]）。メキシコの場合、現在、各要件の充足度において、若干の濃淡の差はあるとしても欠ける要件はないように思われる。メキシコの金融政策の枠組みは以下のとおりである。

- (1) 金融政策の目的は物価安定のみである。
- (2) 中央銀行は独立性を付与されている（中央銀行の独立性については1993年の中央銀行法の改正により確立され、ペソの購買力の安定確保を第一義的目的とすること、政府に対する中銀信用の禁止、中央銀行の総裁と理事の任命条件といった変更が規定された〈Maxfield [1997: 104]〉）。
- (3) インフレ目標は政府と中央銀行により共同で設定される。
- (4) インフレは年間目標である。2000年に初めて中期的な目標として向こう3年間の年間目標を設定するようになった。
- (5) 採用されるインフレ指数はCPIである。
- (6) 操作目標はマネタリー・ベースである（部分インフレーション・ターゲ

ティングの採用国はすべてマネタリー・ベースであり、完全インフレーション・ターゲティングの採用国はすべて金利である)。

(7) インフレレポートを発行している(2000年以降)。

インフレーション・ターゲティングの条件のなかで、メキシコの場合、問題はインフレ目標に対するコミットの強度である。実際、1998年までインフレ目標を達成できなかったようにインフレ目標に対するコミットはやや弱かった。もっとも、インフレーション・ターゲティング採用国であるチリは1991年から2000年の期間のうち5年はインフレ実績がわずかではあるがインフレ目標値を上回っていることからすると、必ずしもインフレ実績が一時的にインフレ目標を上回ったからといってインフレ目標へのコミットが弱くインフレーション・ターゲティングとしての資格がないとはいえない。メキシコでは中期的なインフレ目標の設定とインフレレポートの発行が実施され、2000年以降コミットはいっそう強化されている。

メキシコの金融政策レジームは日本銀行政策委員会前審議委員の中原伸之氏が提案している物価目標付きマネタリー・ベース・ターゲティングに類似しているようにも思われる。中原〔2000〕は、物価目標付きマネタリー・ベース・ターゲティングについて、「政策目標の設定の仕組みとしてインフレーション・ターゲティングを、また、中間目標の設定の方法としてマネタリー・ベース・ターゲティングを用いているもの」と定義している。ただし、中原提案の物価目標付きマネタリー・ベース・ターゲティングはインフレを目標としている点でメキシコとは異なり、またメキシコの場合は、前述のとおりマネタリー・ベースについてはさほど重きが置かれなくなった。

おわりに

メキシコ経済は NAFTA（北米自由貿易協定）への参加後、大きく変貌を遂げている。米国への貿易依存度は輸出の約90%となっており、メキシコの

GDPに占める貿易のシェアも急速に高まっている。メキシコ経済が米国経済によって左右される状態になっているため、メキシコ自身このような事態はリスクが大きいことを自覚しており、EU（欧州連合）との自由貿易協定の締結など貿易の多角化を推進しているところである。しかしながら、メキシコと米国は陸続きであり、インフラの連結などメリットが多く、多角化により米国のシェアが急速に低下すると予測するのは現実的ではない。

インフレ抑制の成功の影で、メキシコ経済は次のような脆弱性をもっている。(1)米国に対する貿易依存度の高まりのなかで貿易にともなう景気変動と為替変動リスクが高まっている、(2)1998年以降の貿易赤字と経常収支赤字が今後持続不可能となるまで悪化するリスクがある。また、このような状況で、ますます高まっている為替切り下げ圧力に対しどう対処するかが注目される。(3)対外債務金利返済と貿易赤字の増加傾向を考慮すると、民間資本流入の大半を占める直接投資が堅調な伸びを示しているとはいえ、民間資本の流入が経常収支の赤字をどこまでファイナンスできるのか不透明である。これらの脆弱性に対しては、少なくとも貿易の多角化、貿易黒字化とその持続、債務性資金にあまり依存しない長期資金（直接投資を含む）の確保、適切な金融政策、国内貯蓄の向上が不可欠となっている。

メキシコの金融政策は、市場原理に基づく変動相場制、資本自由化、金融自由化などの一連の自由化政策のもとで激しく変化する環境にさらされている。このような環境に対処するため、また慣性インフレ対策としての上述の協定が廃止された状況下において、予防的、裁量的な金融政策が採用されたのは賢明であった。しかしながら、その持続性は財政政策、貿易政策その他の経済政策との整合性のもとで、上記脆弱性がどこまで解消されるかにかかっているといえよう。ともかく、通貨危機の教訓を活かし、再発の防止を念頭に慎重な金融政策運営が引き続き求められる。

〔注〕――

(1) パブロ・クチンスキーによれば、国際的な大銀行の貸そうとする圧力は

1970年代の2度のオイルショックから派生した産油国から国際的な大銀行への預金急増および先進国におけるスタグレーションによる貸出先の減少を受けて増大した結果、その資金運用先は開発途上国のうちでも先進の国、とくに資源の豊かな諸国（ブラジル、メキシコなど）に向けられた。借り手側にも野心的な開発投資計画や経済引き締め政策回避などを理由に借りたい圧力があつた（クチンスキー [1988]）。

- (2) 1970年代において、ブラジルを筆頭に中南米諸国には経済統制的な政策をベースにした輸入代替工業化政策が色濃く残っていたが、1970年代後半にはチリとアルゼンチンのようにドル・ベッグとともに資本自由化、金融自由化、貿易自由化といった自由化政策に着手する国が現れた（Eatwell and Talor eds. [2002] およびクチンスキー [1988]）。
- (3) 例えば、国際的には短期資本の移動を規制するために為替取引に対するトービン税（2002年3月の国連開発金融会議において開発途上国の開発資金の原資のひとつとしてトービン税の可能性を検討することに合意）が検討されている。
- (4) 通貨危機に関する議論では開発途上国の過去の資本規制としてチリのケース、通貨危機時のマレーシアのケースが引用されることが多い。いずれにせよ、各国の事情を勘案して資本規制の方法を決定する必要がある。
- (5) 1990年代において中南米への民間資本流入が銀行融資よりも証券投資が多かったのとは対照的に、アジアでは銀行融資の方が多く、証券投資はかなり少なかった。これはアジアの場合、株式市場と債券市場がまだまだ十分に発達していないことによるところが大きい。
- (6) ショートは実際に1998年以降頻繁に適用されている。ショートの金額を変更するときにより効果が大きいといわれている。
- (7) 中央銀行の副総裁ギジェルモ・グエメス（Guillermo Guemez）も次のとおり同様の趣旨を述べている。「金利に直接働きかける中央銀行もあるが、メキシコ中央銀行は金利の傾向に影響を与える。メキシコのような小さな市場に特有なボラティリティを金利と為替レートに分散させるために、最終的な金利決定を市場に任せている。われわれが金利を決定するとすれば、ボラティリティはたぶん為替レートにだけ反映されるであろう。われわれは二つの変数（金利と為替レート）が市場の条件によっておよびその参加者が経済の発展をどうみているかによって調整されることを欲している。」（メキシコの経済新聞 *El Financiero*, 19 de marzo de 2001）

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- イートウエル, J. L.・L. J. テイラー (岩本武和・伊豆久訳) [2001] 『金融グローバル化の危機』 岩波書店。
- クチンスキー, ペドロ・パブロ (渡辺敏訳) [1988] 『中南米債務：危機のメカニズムと打開策』 サイマル出版会。
- 中原伸之 [2000] 「日本経済の現状と金融政策の課題」 (岩田規久男編『金融政策の論点』 東洋経済新報社)。
- 日本銀行 [2000] 『諸外国におけるインフレ・ターゲティング』 日本銀行調査室。

〈外国語文献〉

- Carstens, Agustin G. y Alejandro M. Werner [1999] *Mexico's Monetary Policy Framework under Floating Exchange Rate Regime*, Research Paper, 9905, May, Banco de Mexico.
- Corbo, Vittorio and Klaus Schmidt-Habbel [2001] *Inflation Targetting in Latin America*, Documentos de Trabajo No. 105, Septiembre, Banco de Chile.
- Castaneda, Jorge [1995] *The Mexican Shock: Its Meaning for the U.S.*, New York: The New Press.
- Eatwell, John and Lance Talor eds. [2002] *International Capital Markets: Systems in Transition*, New York: Oxford University Press.
- Fry, J. Maxwell [1995] *Money, Interest, and Banking in Economic Development* (second edition), Maryland: Johns Hopkins University Press.
- Gould, M. David [1996] "Mexico's Crisis: Looking Back to Access the Future," in Laura Randall ed., *Changing Structure of Mexico: Political, Social, and Economic Prospects*, New York: M. E. Sharp.
- International Monetary Fund [2001] *International Financial Statistics*, September.
- Kessler, Timothy [2000] "Mexican Peso Crash: Causes, Consequences, and Come-back," in Carol Wise and Ricardan Roett eds., *Exchange Rate Politics in Latin America*, Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Kindleberger, P. Charles [1996] *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (third edition), New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Lamfalussy, Alexandre [2000] *Financial Crises in Emerging Markets*, Chicago: Yale University Press.
- Lustig, Nora [1998] *Mexico: the Remaking of an Economy* (second edition), Washing-

- ton, D.C.: Brookings Institution Press.
- Martinez, Lorenza, Oscar Sanchez and Alejandro Werner [2001] *Consideraciones sobre la Conduccion de la Politica Monetaria y el Mecanismo de Transmision en Mexico*, Documento de Investigacion, No. 2001-02, Banco de Mexico, Marzo.
- Maxfield, Sylvia [1997] *Gatekeepers of Growth: The Political Economy of Central Banking in Developing Countries*, New Jersey: Princeton University Press.
- OECD [2000] *Economic Surveys: Mexico 2000*.
- [2002] *Economic Surveys: Mexico 2002*.
- Ros, Jaime [2001] “From the Capital Surge to the Financial Crisis and Beyond: The Mexican Economy in the 1990s,” in Ricardo Ffrench-Davis ed., *Financial Crisis in “Successful” Emerging Economies*.
- Stallings, Barbara and Wilson Press [2000] *Growth, Employment, and Equity: Impact of the Economic Reforms in Latin America and the Caribbean*, Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Stephany, Griffith-Johns, Ana Marr and Alicia Rodriguez [1994] “Private Capital Returns to Latin America,” in Graham Bird and Ann Helwege eds., *Latin America’s Economic Future*, London: Academic Press.
- Stephany, Griffith-Jones, Manuel F. Montes and Anwar Nasution eds. [2001] *Short-Term Capital Flows and Economic Crisis*, New York: Oxford University Press.
- Talor, Lance ed. [2001] *External Liberalization, Economic Performance, and Social Policy*, New York: Oxford University Press.

[付記] 本章は筆者の個人的見解を示すものであり、筆者の所属する機関の見解を示すものではありません。